

学校编码: 10384

分类号____ 密级____

学 号: 32120101150584

UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

宏观经济状况、融资约束与公司融资选择

Macroeconomic Conditions, Financing Constraints and
Corporate Financing Selection

彭 慧

指导教师姓名: 黄兴李 副教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

公司融资决策直接决定着公司的财务风险，进而影响公司价值。公司融资选择研究一直是现代公司财务学的重要内容之一。国外和国内关于公司融资决策的已有研究均表明，公司和行业特征等因素对公司融资行为产生重要影响。然而，目前的研究中却很少关注宏观经济状况对公司融资选择的作用机制。任何公司都会始终处于某种宏观经济环境中，其融资选择不可避免地受到宏观经济冲击的影响。同时，作为外生冲击的宏观经济波动，为“自然实验法”提供了有利条件，能有效降低研究变量之间内生性。因而，探讨宏观经济波动对公司融资决策的影响具有重要的理论、现实意义及创新性。

本文在对经典公司融资理论和国内外关于公司融资选择及影响因素进行回顾和综述的基础上，以我国特殊的市场和制度环境为研究背景，选择我国 2001-2012 年上市公司为研究样本，采用 Logistic 回归分析法来研究宏观经济波动对我国上市公司融资模式的影响。实证结果表明，宏观经济状况是影响公司融资选择的重要因素，我国上市公司的融资偏好顺序随经济周期的变化而发生变动。引入宏观经济变量后，优序融资理论能很好地解释我国上市公司的融资模式选择，经济下行时期公司倾向于利用外部债务工具筹集资金；考虑公司股权融资资格后公司融资顺序并未改变，反映出我国上市公司并不存在明显的股权融资偏好。最后，公司自身融资约束程度差异决定着其融资模式受宏观经济影响的程度。

关键词：经济状况；融资约束；融资选择

ABSTRACT

Corporate financing decisions directly decide the company's financial risk, and in turn, affect the value of the company. Researches on corporate financing behavior have always been one of the main fields of corporate finance. Foreign and domestic existing researches indicate that the firm and industry characteristics have important impact on corporate financing behavior. However, the current studies rarely focus on the influencing mechanism of macroeconomic conditions. The firm is always in a macroeconomic environment, so its financing decisions are inevitably affected by some kind of macroeconomic shocks. At the same time, as an exogenous shock, macroeconomic fluctuation provides favorable conditions for natural experiment method, which can effectively reduce the endogeneity. Therefore, exploring the macroeconomic fluctuation's impact on corporate financing choices has important theoretical, practical significance and innovation.

Combining the classical theory of corporate finance and literature review of the current studies with the practice of Chinese special market and institutional environment, this paper provides new evidence of how macroeconomic conditions affect corporate financing choices through employing Logistic regression analysis based on the panel date of non-financial listed firms from 2001 to 2012. The empirical results show that Macroeconomic conditions is one of the important determinant of corporate financing choices, and the financing order of listed companies in China changes along with the fluctuating economic cycle. With introducing the macroeconomic conditions variable, The empirical results of Chinese corporation's financing choice are consistent with the pecking order theory, which implies that companies prefer to use external debt instruments to raise money in the economic downturn. Furthermore, after considering equity financing qualification, companies's financing order doesn't change, indicating that equity financing preference of Chinese listed company is not obvious. Finally, macroeconomic fluctuation has disparate impact on firms with different degree of financing constraints.

Key words: Macroeconomic Conditions; Financing Constraints; Corporate Financing Selection

目 录

第一章 绪 论	1
一、研究问题的提出及意义.....	1
二、研究思路以及章节安排.....	2
三、本文的创新之处.....	3
第二章 文献综述	5
第一节 国内外公司融资理论及文献回顾.....	5
一、公司融资相关理论.....	5
二、国内关于公司融资选择研究现状及文献回顾.....	8
第二节 公司融资选择影响因素	11
一、宏观经济状况.....	11
二、行业因素.....	19
三、企业特征.....	20
第三节 公司融资约束与融资选择	23
一、融资约束理论基础.....	23
二、融资约束与公司融资选择.....	24
三、融资约束衡量指标.....	25
第三章 我国金融市场发展现状对公司融资选择的影响.....	28
第一节 以银行为主导的金融市场对我国上市公司融资选择的影响..	28
一、以银行为主导的金融市场现状.....	28
二、银行借贷融资对我国上市公司融资选择的影响.....	29
第二节 不完善资本市场对我国上市公司融资选择的影响.....	30
一、我国股票市场的发展现状及对我国上市公司融资选择的影响.....	30
二、我国债券市场发展现状及对我国上市公司融资选择的影响.....	34
第三节 小 结	35
第四章 研究设计与实证检验	37

第一节 研究假设的提出	37
第二节 样本选取，研究变量设置以及模型构建.....	39
一、样本选取.....	39
二、研究变量设置.....	40
三、模型构建.....	44
第三节 实证分析	45
一、描述性统计.....	45
二、实证结果及分析.....	48
第五章 结论与建议	56
第一节 研究结论	56
第二节 政策建议	57
第三节 研究局限性以及未来的研究方向.....	57
参考文献.....	59
附 录.....	64
致 谢.....	67

CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Presentation of Questions and Meanings.....	1
1.2 Research Thinking and Structure Arrangement	2
1.3 Innovations	3
Chapter 2 Literature Retrospect	5
2.1 Literature on Financing Theory	5
2.1.1 Review of Financing Theory.....	5
2.1.2 Review of Domestic Research on Financing Selection of Companies...	8
2.2 The Determinants of Financing Selection of Companies	11
2.2.1 Macroeconomic Conditions	11
2.2.2 Industry Characteristics	19
2.2.3 Firm Characteristics	20
2.3 Financing Constraints and Financing Selection of Companies	23
2.3.1 Financing Constraints Theory	23
2.3.2 Financing Constraints and Financing Behavior of Companies.....	24
2.3.3 Indicators of Financing Constraints	25
Chapter 3 Analysis of the Chinese financing marke `s Impact on Financing Selection of Companies	29
3.1 The Impact of the Financial Market Dominated By Banks on Chinese Listed Companies`s Financing Selection	29
3.1.1 Status quo of the Financial Markets Dominated by Banks	29
3.1.2 Bank Lending Financing`s Impact on the financing behavior of Chinese listed companies.....	30
3.2 The Influence of Imperfect Capital Market on Chinese Listed Companies`s Financing Selection	31

3.2.1 Current Development of Chinese Stock Market and Its impact on China's listed companies financing decision.....	31
3.2.2 Current Development of Chinese Bond Market and Its impact on China's listed companies financing decision.....	35
3.3 Brief Summary.....	36
Chapter 4 Reasearch Design and Empirical Analysis	37
4.1 Reasearch Hypothesis	37
4.2 Sample Selection,Variable Selection and Model Specification	39
4.2.1 Sample Selection.....	40
4.2.2 Variable Selection	44
4.2.3 Model Specification	44
4.3 Empirical Analysis	44
4.3.1 Statistical Characteristics of Parameters	44
4.3.2 Results of Emperical Test and Anaiysis	47
Chapter 5 Conclusions and Suggestions	55
5.1 Main Conclusions.....	55
5.2 Policy Suggestions	56
5.3 Research Limitations and Future Research Prospects.....	56
References.....	58
Appendix.....	61
Acknowledgements.....	64

第一章 绪论

一、研究问题的提出及意义

（一）研究问题的提出

自 Modigliani and Miller(1958)^[1]提出著名的 MM 定理以来,学界一直不断研究和探讨关于公司如何选择资本结构以及其融资决策。迄今,已形成以权衡理论、优序融资理论、代理理论以及市场择机理论等为核心的公司融资理论体系。但过去绝大多数的研究集中讨论公司财务、公司治理变量和行业因素对公司融资选择的影响,而忽略了宏观经济状况对公司融资决策的影响及作用机制。事实上,宏观经济状况会从资金供给和需求两方面影响企业的融资选择 (Isil Erel et al,2011^[2])。宏观经济波动通过作用于公司经营状况及财务状况影响公司内部现金充裕度和外部融资需求。与此同时,宏观经济状况改变着市场信息不对称水平和投资者风险偏好,决定着资本市场供给状况。此外,基于中国特殊的制度背景,国内许多学者研究发现中国上市公司具有明显的股权融资偏好现象。但这些研究多数基于一些简单的统计分析基础之上,并从股权结构等公司治理的角度提出了可能的理论解释,基本忽略了宏观经济状况的影响,也没有深入探讨宏观经济状况的不同是否会对公司融资选择的顺序产生影响。

因此,本文在国内外已有的公司融资理论的研究成果基础之上,结合我国资本市场的制度背景,探讨宏观经济状况对我国上市公司融资选择的影响,试图从宏观经济的角度为我国上市公司的融资决策问题提供理论和实证依据。本文认为,宏观经济的变化相对于微观企业而言基本上是外生的冲击,这提供了自然实验法的有利环境,能够避免了已有多数研究存在的内生性问题,有助于提高理论和实证分析的可信度。

（二）研究意义

作为第二次世界大战以来最大的经济危机,美国次贷危机给世界经济带来巨大的冲击和不确定性。2009 年以来,为稳定经济增长,各国政府均采取了宽松和货币政策和财政政策。在次贷危机的影响下中国宏观经济受到重创,以出口为导向的经济发展模式面临着巨大挑战,产业结构调整及战略转型显得尤为迫切和重

要。

作为宏观经济组成的微观企业，在中国特殊的融资环境和宏观经济波动中如何选择其资本结构及做出适当的融资决策？宏观经济状况对公司筹资模式选择的影响渠道及作用机制是什么？这些问题均需要得到回答和验证。在在外围环境不确定性增大的条件下，公司融资选择决策又将直接影响我国上市公司的投资行为及稳定发展，从而直接决定着我国整个经济的发展与稳定。

面对宏观经济状况的巨大波动为“自然实验法”实证研究提供的难得条件，研究宏观经济状况对公司筹资模式的影响，为上市公司的筹资决策提供理论和实证依据，不仅具有一定的理论意义，也具有一定的现实指导意义。

二、研究思路以及章节安排

（一）研究思路

本文的研究出发点：面对我国当前宏观经济的不确定性，我国上市公司将怎么样选择融资方式？引入宏观经济状况后，我国上市公司是否仍存在明显的股权融资偏好？宏观经济状况对不同类型公司的影响是否存在差异？为解决这些问题，本文从理论分析出发，在对国内外关于公司融资模式及影响因素已有研究成果进行回顾和综述基础上，着眼于优序融资理论探讨宏观经济状况对公司融资选择的影响。与此同时，结合与优序融资理论建立在同一理论基础——信息不对称理论之上的融资约束理论，引入公司融资约束特征变量，进一步阐述宏观经济对具有不同融资约束程度公司的差异影响，从而完整构建出宏观经济对公司融资选择影响的理论框架和研究思路。除此之外，了解我国融资环境以及融资方式的发展变化状况是研究我国上市公司融资选择的前提条件之一。在对我国金融市场发展现状进行较为细致地分析后，将宏观经济波动作为外生变量，并同时考虑影响融资决策公司层面因素和行业特征，探讨宏观经济状况对我国上市公司融资模式的影响，试图通过实证分析出宏观经济对公司筹资工具选择的影响程度，以对我国上市公司筹资模式有更深入的了解，并提出适合我国上市公司的相对较优的融资方式选择建议。

（二）章节安排

本文在 2001-2012 年宏观经济状况巨大变动所提供的“自然实验法”的有利条件下，实证研究了宏观经济状况对中国上市公司筹资模式的影响。具体而言，

本文将研究内容分为 5 章, 各章主要内容概述如下:

第 1 章 绪论。介绍本文的研究问题的提出和意义, 研究基本思路、研究方法和本文的主要创新点。

第 2 章 文献综述。在这一章中首先回顾了经典的公司融资理论, 并在此基础上对国内关于我国上市公司融资模式相关研究进行了综述。其次, 结合相关融资理论, 从宏观经济状况、行业因素、公司特征等三个层面, 对目前国内外关于公司筹资模式选择影响因素的理论和实证研究文献进行了梳理总结。最后, 对融资约束理论的理论基础, 其对公司融资模式的影响以及融资约束程度衡量指标等研究作简要阐述。

第 3 章 我国金融市场对公司融资决策的影响。上市公司筹资模式决策的做出受其所在国家融资环境的影响。本章从我国银行业现状和资本市场发展等两个方面进行分析, 为研究中国上市公司的融资行为提供制度背景, 为后续实证结果分析做铺垫。

第 4 章 研究设计与实证检验。根据公司融资理论和影响因素的理论分析和文献回顾, 结合我国金融市场现状, 选择研究的样本及样本期间, 收集样本并对公司融资模式进行分类, 构建模型, 实证研究宏观经济波动对公司筹资模式的影响。

第 5 章 结论与建议。总结本文的主要研究结论, 并提出相应的政策建议。最后, 对本文研究局限性和未来研究方进行简单阐述。

三、本文的创新之处

本文的主要创新点有以下两点:

(一) 从宏观层面对公司筹资模式进行实证研究。目前从行业和公司层面关于公司筹资选择的研究比较丰富, 但较少考虑宏观经济状况。本文在对我国金融市场现状进行分析后, 将宏观经济、行业因素、公司特征等结合起来研究公司筹资模式, 具有一定的创新性。同时, 在本文的实证论证过程中, 坚持将纵向与横向比较相结合, 不仅实证分析了宏观经济波动对我国上市公司筹资模式纵向变动的影响, 同时考虑到具有不同融资约束程度的公司的微观特征, 依据相关的融资约束指标将样本公司进行分类, 深入地研究宏观经济对不同类别公司筹资选择的横向差异影响。

(二) 本文研究始终坚持将理论与我国实际现状相结合, 从对理论及文献的

回顾到对我国金融市场现状的分析，从研究假设的提出到回归结果的分析，均致力于将公司融资相关理论研究成果移植于我国特殊的市场与制度环境中来进行论证研究，突出我国上市公司融资选择与国外研究结果的差异性，并试图对所产生的差异给出与我国现状相符的合理解释。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 文献综述

本文主要着眼于宏观经济状况对公司筹资模式的影响,并结合公司融资约束程度探讨宏观经济对不同类别公司的差异影响,因此对相关理论及文献的回顾按以下三个层次展开:首先,在对国外相关公司融资理论进行总结的基础上,回顾我国公司融资选择已有研究成果,这为分析我国公司融资决策奠定了理论基础;在公司融资理论发展的同时,学术界也对公司融资选择影响因素进行了大量理论及实证研究。因此,基于公司融资理论体系,本文不但从行业和公司层面详细总结了影响公司融资决策相关因素,而且将宏观经济波动引入到公司融资模式影响因素中,对宏观经济状况对公司融资选择的影响的研究进行了较为细致的综述。最后,结合公司融资约束理论,引入反映公司微观特征差异的融资约束程度变量,回顾了关于宏观经济对不同类别公司融资选择的差异影响的相关研究,从而较为完整地构建出整个关于宏观经济状况对公司融资选择影响研究的理论框架。

第一节 国内外公司融资理论及文献回顾

关于公司如何做出其融资选择国外已有较长的研究历史,理论成果较为丰富、全面。而我国关于公司筹资模式选择的研究主要集中于探讨在我国特殊的金融市场发展状况及制度背景下,国外相关理论的适用性及解释力,并进一步分析国内外公司融资模式存在差异的原因,是对国外相关研究的进一步发展、延伸。因此,在对国内公司融资选择相关研究进行综述前,本文先回顾国外经典公司融资理论,

一、公司融资相关理论

1958年Modigliani and Miller在《美国经济评论》上合作发表的《资本成本、公司价值与投资理论》^[1]一文中提出了著名的MM理论,该理论奠定了现代资本结构理论的基石¹,它表明公司价值取决于其公司经营现金流的贴现价值,与其所选择的资本结构无关。尽管MM理论开创了现代资本结构理论的先河,但由于其完美市场条件假设过于严格,难以解释现实中公司融资决策。故基于MM理论,许多学者着眼于其假设条件,引入不完美市场因素,试图从税收、破产成本、信

¹沈艺峰.资本结构理论史[M].北京:经济科学出版,1999.

息不对称、代理成本和市场环境等多个方面对公司融资理论进行更深入地研究。

最先对 MM 理论进行修正的是 Modigliani and Miller(1963)^[5]。他们指出由于利息可在税前抵扣,在其他条件不变的情况下引入公司所得税后,债权税盾价值可降低企业平均资本成本,提高企业价值。随着负债的增加,公司的价值将会越来越大。该研究结论表明企业应当全部采用债务融资筹集资金,此时公司价值将达到最大。

但实际上,过度债务融资将使得公司面临财务困境的威胁,即公司在偿还债务本息上出现违约或者支付困难。当已出现或将出现财务危机时,公司将被迫削减必要的资本支出、相关成本费用以及变卖公司资产等,损害了公司当前和未来市场价值。Baxter(1967)^[6]、Kraus and Litzenberger(1973)^[7]均得出了相似的结论,在以价值最大化为公司目标的前提条件下,公司目标资本结构是公司权衡负债边际税盾价值与其边际预期破产成本后的结果。因此,在同时考虑税收和破产成本因素后,潜在债务税盾价值和财务困境成本决定了公司目标资产负债率。公司在偏离目标资本结构后,其后的融资选择将表现出逐渐向目标资本结构回归的行为。

优序融资理论则是从信息不对称角度出发,由 Myers and Majluf 于 1984 年在前期 Donaldson(1961)相关研究的基础之上建立起来的。他们认为在信息不对称的情况下,外部投资者将公司进行外部股权融资当作股价可能被高估的信号,导致现行股价下跌,从而提高了公司融资成本,影响公司融资项目的净现值和吸引力。鉴于外部融资成本显著高于内部资本成本,公司只有内部资金不足才进行外部融资,并且将首选成本相对较小或信息敏感度相对较低的融资工具即债券或可转债等方式融资,最后才是股权融资。优序融资理论表现出的融资层级反映出公司融资顺序受信息不对称程度的影响,信息不对称程度越严重,公司优序融资倾向越明显。

信息不对称引发的不只是逆向选择问题,同时还会引致道德风险。如果说优序融资理论是逆向选择理论在公司融资理论中的应用,那么委托代理成本的引入则是考虑公司管理层道德风险对公司筹资选择的影响。Jensen and Meckling(1976)^[10]指出委托代理成本是影响公司融资选择的重要因素之一。股权融资代理成本的存在使得债务成为减缓股东和管理者之间利益冲突的有效手段。同时,利息定期支付以及到期本金的按时偿还提高了管理者对自由现金流使用的谨慎性。

Jensen(1986)^[11]认为, 当公司在投资机会相对较少却持有较多自由现金流时, 公司管理层通常倾向于扩大公司规模, 并不是将所持有的超额现金返还给现有股东。因此为了限制管理者的非理性行为, 增加债务融资有助于降低自由现金流的代理成本。除此之外, 公司若选择外源融资, 管理层需要向外部投资者解释新投资项目的可行性及所筹资金用途而不得不接受外部投资者和相关证券机构的监督。因此代理理论的融资顺序遵循着先内源融资再外源融资, 在外部融资时, 优先考虑债务融资, 最后才转向权益融资。正如 Myers(2003)^[12]指出, 股权代理成本的存在使得代理理论与优序融资理论表现出相同的融资顺序。

Baker and Wurgler(2002)^[14]提出的市场择机理论则是从行为金融的角度来分析公司融资选择。他们认为理性管理层从现有股东价值最大化的角度出发, 企业融资方式的选择取决于证券市场上当前定价是否对企业有利。当股票价格被高估时, 企业倾向于采用权益融资。即使企业并不存在融资需求, 但若该类证券市场定价对公司有利, 公司仍会考虑选取该类证券进行融资。因此, 根据市场择机理论, 企业当前融资结构是企业长期利用有利市场时机进行择机融资的积累结果。

除此之外, Baker(2009)^[3]从市场环境的角度对公司融资选择进行了研究。他认为从整个资本市场的来看, 公司筹资决策理应受到资本市场中资本需求和资本供给两个因素的共同作用和影响。该理论则从影响资本供给因素的角度出发, 研究公司如何选择融资工具。该理论认为, 资本市场波动将影响投资者偏好以及市场中介机构的可套利程度, 公司机会主义则利用前两者造成的错误定价来做出筹资决策, 从而进一步解释了公司筹资, 资本结构以及股利政策等变动模式。该理论与市场择机理论的差异之处在于公司的“机会主义”行为并不是投资者非理性行为造成的, 而是一种“flight to quality”效应, 特别是处在经济衰退时期。在资本市场在受到经济下行影响时, 尽管各类公司均受到经济下挫的冲击, 但投资者对安全资产的偏好使得财务状况相对较好的公司在该时期受到更多的青睐, 甚至对于相对较差的公司来说出现了“credit crunch”的现象, 同时经济衰退时期, 信息不对称程度加大, 市场中介结构套利能力有限, 两者共同的作用导致信誉较好的公司股价偏离其内在价值, 该类公司于是利用该错误定价来筹集资金。该理论可以很好地解释在金融中介在有限套利机会的条件下, 投资者偏好的变动如何影响资本供给并进一步影响公司的筹资选择, 这在一定程度上对公司筹资模式随

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库